

【HJ*2/3】【HT4” SS】

【MM(】内二容二摘二要【MM)】

【BT1】内二容二摘二要

随着知识经济时代的到来,发展我国的高新技术产业已成为刻不容缓的现实,本届政府已将“科教兴国”列为任期的首要任务。在这一宏观政策背景下,大力发展风险投资,充分发挥其在高新

技术产业化进程中的“催化剂”作用,已成为我国扶持、发展高科技企业的必然选择。然而,由于我国市

场经济的步伐刚刚迈出,风险投资无论在理论上或实践中都还有许多有待完善的地方。

本文试图从风险投资体系的核心——风险投资公司入手,在分析和借鉴美国风险投资公司运作和管理的基础上,探讨现阶段在我国建立和发展风险投资公司的操作思路、存在的问题及解决的对策。笔者认为:通过规范我国风险投资公司的日常运作和管理,突破现有宏观环境约束下风险投资体系无法有效运转的问题,才能真正实现风险投资在发展高新技术产业“推动器”的作用。

全文共分三大部分:

第一部分:风险投资和风险投资公司概述。概括了风险投资及其发展历程和主要特点,归纳出风险投资体系,介绍了风险投资公司的基本类型,并阐明了研究风险投资公司的意义。

第二部分:美国风险投资公司的运作和管理。以发展趋于成熟的美国风险投资事业为研究对象,系统地介绍和分析了美国风险投资公司的组织形式、资本筹集、投资战略、运作程序、收益管理及风险投资家,特别是对有限合伙制的优缺点、投资股权比例的确定、影响目标投资收益率的因素等做了深入的研究。

第三部分:我国风险投资公司的现状、问题与探索。首先介绍了我国风险投资公司的发展历程和几种主要形式,其次对其问题表象及深层次根源进行了剖析,最后探索了在现有的宏观环

境下我国风险投资公司依靠民间资本,走基金管理型公司的发展之路。

【HTH】关键词:二【HTSS】风险投资,风险投资公司,风险投资基金,高科技【AM】

【LM】【HT】【MM(】目二二二二录【MM)】

【HJ1】【BT1】目二二二二录【AM】

【HT4” H】一、风险投资与风险投资公司概述【JY.】1【HTSS】

(一)风险投资及其主要特点【JY.】1

(二)风险投资公司的基本类型【JY.】4

(三)研究风险投资公司的意义【JY.】6

【HTH】二、美国风险投资公司的运作和管理【JY.】8【HTSS】

(一)美国风险投资公司概述【JY.】8

(二)美国风险投资基金的组织形式【JY.】9

(三)美国风险投资公司风险资本的筹集【JY.】11

(四)美国风险投资公司的投资战略【JY.】13

(五)美国风险投资公司的投资运作程序【JY.】18

(六)美国风险投资公司的收益管理【JY.】30

(七)美国风险投资公司的灵魂——风险投资家【JY.】32

【HTH】三、我国风险投资公司的现状、问题与探索【JY.】34【HTSS】

(一)我国风险投资公司的发展【JY.】34

(二)我国风险投资公司的类型【JY.】35

(三)我国风险投资公司存在的问题及根源分析【JY.】39

(四)我国风险投资公司的探索 [JY.] 42

[HTH] 参考文献 [JY.] 46 [HTSS]

[LM]

[HT] [HJ*2/3] [HT4" SS]

[YM5BZ., S] [SM(] [HT4" K] 美国风险投资公司的运作和管理及对我国的借鉴 [SM)]

[DM(] 一、风险投资与风险投资公司概述 [DM)]

[BT1] 一、风险投资与风险投资公司概述

[BT2] (一)风险投资及其主要特点

[BT3] 1 风险投资的内涵及发展历史

在知识经济时代，高新技术及其产业将成为发展的主要动力和增长源泉。在建立和发展高新技术产业的过程中，产业化是极其重要的环节，由于这一环节需要较高的投入，具有较大的

风险，以传统商业银行为代表的金融机构不会贷款给这些只有科研成果或者发展前景不明朗的高新技术企业，而填补这一投资空白的，则是近年来兴起的，并为西方高新技术产业化所证实了的一种新的科学技术与金融相结合的投资机制——风险投资。

广义的风险投资是泛指一切具有高风险、高潜在收益的投资，而不论资金的来源、资金的分配方式和资金的使用如何；狭义的风险投资则特指那些与高新技术产业有关的投资活动。从更严格的意义上说，风险投资是指专门的风险投资公司组织起大量资金，为获得高额利润以一定的形式投放于高新技术风险企业的投资活动，也即是本文所指的风险投资。风险投资活动由三个要素组成，即风险资本、风险投资公司和风险企业。风险资本是指用于高新技术创业或产品开发的那部分风险较大的资金；风险投资公司则是专门筹集和投放风险资本，从事风险投资经营的企业；风险企业一般指技术密集、人才密集、资金密集的从事高新技术产品开发、生产和经营的企业。另外我们将风险资本家定义为风险资本的所有者，而风险投资家则是风险投资公司的投资专家，是风险资本的经营管理者。

一般认为，风险投资的发展经历了下列四个历史阶段。①1946 年第一家风险投资公司 ARD(American Research Development)在美国成立，这是风险投资业发展史上的第一块里程碑。ARD 是一家上市的封闭型投资公司，它的成立标志着风险投资业的诞生；②1958 年美国小企业管理局 SBA (The Small Business Administration)成立，小企业投资公司 SBIC(Small Business Investment Company)遂成为当时美国风险投资的主体；③本世纪八十年代初，此时风险投资有了两个重大转变。一是投资取向转向高新技术产业化环节，二是风险投资不仅在发达国家继续发展，而且在发展中国家开始迅速形成；④进入九十年代以来，风险投资业进一步向信息技术领域集中，国际化趋势明显加快。

[BT3] 2 风险投资的特点

风险投资具有不同于一般项目投资和股权投资的特点。

(1)高风险性 高新技术产业风险来自于四个方面：①技术风险，高新技术是全新的技术，这种技术能否顺利

转化为生产工艺和新产品有着极大的不确定性；②市场风险，市场上能否接受这个产品，它的市场容量有多大，未来市场的竞争状况如何都存在着不确定性；③管理风险，高新技术企业管理队伍能否有效地经营管理好风险企业也是未知数；④财务风险，投资

预算难以准确测定，对能否回收投资没有确切把握，又不像贷款投资具有固定资产或资金的担保、抵押。因此对高新技术企业风险投资的成功率一般不到 20%，完全失败的比率却在 20%以上，另外大约有 60%不超过市场平均回报率，这就是风险投资业有名的 2：6：2 法则(或称

大拇指定律，其中成功的 20% 形象地被称为“大拇指”)。

(2) 高收益性 ■ 风险投资总是高风险与高收益机会并存的，风险越大，对风险的补偿就越高，而且其风

险补偿要远大于一般投资所要求的风险补偿，比如在种子阶段风险投资所要求的目标投资收益率可达到 50% 以上。另外，由于风险投资公司能够通过组合投资来分散风险，尽管单个投资有可能损失惨重，但组合收益却由于某些投资十倍乃至几十倍的回报，仍然可以达到 25% 的高水平以上。

(3) 慎重的投资评估 ■ 风险投资公司均有一套详细全面的评估体系，用来全方位地评价风险企业在市场、技术、管

理队伍、财务等方面的优势和劣势。除总体评估外，更重视各阶段的可行性分析和论证。而传统投资重点是放在财务分析上，尤其是注重那些能够稳定产生投资回报的项目，很少考虑管理者的素质等因素。

(4) 投资阶段多样化 ■ 风险投资既有对传统投资比较重视的成熟阶段的投资，更会把精力集中于风险企业的创建及扩展阶段，甚至仅仅投资于一个想法(即种子资金)。

(5) 流动性较小 ■ 由于风险投资主要是处于创建期和扩展期的未上市小企业，股权变现转让较难，往往持有 3—5 年左右，而一般股权投资集中于较成熟的、财务状况稳定的企业，因此

易于变现退出，流动性较高。

(6) 分轮次投资 ■ 风险企业从创建到首次公开发行股票(Initial Public Offering 简称 IPO

) 往往要经过几轮次筹资，因此，风险投资事先并没有确定的投资总量和投资期限，而传统投资往往是一次性支付或时间确定的分期支付。

(7) 参与管理 ■ 风险投资公司将风险资本投入某个企业后，并非像传统投资者那样不参与该公司今后的经营，而是自始至终参与公司的管理，提供咨询，参与重大问题的决策，甚至在必要的情况下解雇公司经理，亲自接管公司，直至找到新的经理。从风险投资公司的角度看，风险投资风险很高，周期又长，为确保投资利益，会尽可能地帮助风险企业；从风险企业的角度来看，创业者往往擅长技术而对金融和市场方面较为生疏，他们也真诚地希望得到通晓财务、金融和市场的风险投资家的帮助。

(8) 注重长期资本利得 ■ 风险投资既不在于传统贷款的利息收益，也不看重一般股权投资的分红派息，风险投资公司旨在通过辅助风险企业上市或股权转让而获得高额的资本利得。

(9) 再循环性 ■ 风险投资以“投入—回收—再投入”的资金运行方式为宗旨，一旦创业成功，即在风险市场上抛售股票或转让股份，收回资本，获得巨额利润，然后带着更大的投资能力，去寻找新的风险投资机会，其中风险投资的退出机制是再循环的关键。

基于风险投资的上述特点，它可以有效地集聚社会大量闲散资金，优化资源配置，投资于最有发展潜力的高科技企业，促进一国技术水平的提高和高新技术产业的发展，而且，还具有鼓励风险企业家创业的功能，这些均将不断地推动社会经济水平的发展。

【BT3】 3 风险投资体系

风险投资的整体系统框架如图 1 所示。由图可见，在政府所创造的风险投资事业发展所依赖的宏观环境下，风险投资公司接受风险资本家的委托，将其风险资本有选择地投入到不同

的风险企业或者风险企业的不同阶段，以有效地分散风险，在这过程中，风险投资公司往往参与风险企业的管理，凭借其在风险投资业所建立的良好关系网络，利用各专业机构如律师、会计师、投资银行等的专业服务，为风险企业提供必需的金融、财务、市场、法律等方面的咨询，并尽可能地与个人投资者、其他法人投资者沟通协调，以最终获得高额的风险收益

▪

【CR929, BP#】

【BT2】(二)风险投资公司的基本类型

国外的风险投资公司可以划分为以下几种形式。

【BT3】1 私人风险投资公司

美国风险投资公司中起主导作用的就是这类私人风险投资公司，至 1

995 年底，其风险资本总额占美国的 80%。这类公司管理着一只或者多只私募风险投资基金，其中风险投资公司仅象征性地出资 1%，其余 99%均来自于机构投资者、富有个人、大公司等等

。总的来说，这类公司制度合理，管理水平高，资金实力雄厚，美国大多数杰出的风险企业如微软公司、网景公司、雅虎公司均出自于他们之手。

【BT3】2 小企业投资公司

小企业投资公司(SBIC)是政府出资

，私人经营的一种成功的风险投资方式，一般由小企业管理局(SBA)颁发许可证，提供低息贷款，然后向风险小企业提供投资和无担保长期贷款，不过这类公司由于负债比较高，(每 1 美元自有资本，可向 SBA 申请 4 美元贷款，负债比率高达 80%)，投资时要遵守《小企业

投资法》所规定的种种限制。他们在美国风险投资公司中总数最多，但规模总额只有风险资本总额的 10%左右。

【BT3】3 大公司附属的风险投资机构

许多主要的大公司都以独立实体、分支机构或部门的形式

建立了风险投资机构，如 AT&T、美国运通、通用汽车等等，这些机构在运作方式上同私人风

险投资公司相同，但目标迥异，他们只是为母公司寻求新技术，加强本企业实力，调整产品结构的手段。对于风险企业而言，引进大公司的风险投资有利也有弊，有利的方面是大公司能为风险企业提供渠道、供应商、买主、生产基地等市场资源，能为风险企业后几轮融资筹

集资金，最后通过合并方式完成创业过程；不利的方面则集中在受大公司管理层或发展战略变动的影响较大，受支配的程度较深，大公司的企业文化与风险企业较难协调等等。

【BT3】4 银行附属的风险投资公司

许多银行通过建立自己的风险投资公司来获取风险企业的股

权，这样就可以回避限制其持有风险企业股权的银行法规，象城市消费银行、大通曼哈顿银行、美洲银行等大银行就下设有这样的子公司。

【BT3】5 公开上市的风险投资公司

有极为少数的风险投资公司在公开的资本市场上筹集资金，

他们与私人风险投资公司的运作基本上相同，只是其资金直接来自于社会公众，因此按照证监会 SEC 的要求，这类公司必须向公众公开其经营情况。美国最早的风险投资公司 ARD 就属此类。

【BT3】6 国家风险投资公司

尽管这种形式在美国没有，但在日本和欧洲一些国家却较为常见。

它们由政府开办，目的是用较少资金带动较多的私人风险投资，而且它们往往投向私人风险投资公司不愿涉足的、风险更大的领域。它们主要通过三种方式投放风险资金，一是贷款担保，二是提供低息或无息贷款，三是直接向风险企业提供补助金。一般而言，国家风险投资公司不以盈利为目的，它取之于国家，国家通过成功企业上缴税收而获利。

由于各种形式的风险投资公司在运作程序上基本相同，而私人风险投资公司又是美国最主要的形式，本文今后的论述将以它为标准展开。

【BT2】(三)研究风险投资公司的意义

【BT3】1 研究风险投资公司是建立风险投资体系的突破口

建立完善的风险投资体系需要国家财政、金融、税收方面的政策扶持，需要健全的风险投资

法律作保障，还需要公平竞争的市场环境和完善的产权交易市场等等，从目前而言，这些问题的解决牵一发而动全身，而将风险投资公司作为完善我国风险投资体系的突破口既有可能，也有必要。这是因为，第一，在整个风险投资体系中，风险投资公司居于承上启下的核心地位，它不仅将寻找高额回报的风险资本和急需风险投资的风险企业有机联系起来，而且还利用其在金融、市场、技术等方面所具备的经验优势和网络关系，将风险资本高效地运作起来，成为不可缺少的“风险资本放大器”；第二，建立风险投资公司先行一步，充分地考虑到了风险投资公司的建立、运作和管理可以更多地受市场机制的调节，政府干预、行政支配的成份较少，而且从现在开始逐渐按照市场规律运作风险投资，由于风险投资周期较长，在这一段时间内，实际上就是下个世纪初，风险投资所必需的大环境将逐渐向好，包括风险投资法规的建立和生效，第二板股票市场的启动和运行等等，那么现在即涉入风险投资业的先锋将比那时大环境成熟之后再行动的后来者有着更加强大的竞争优势。

【BT3】2 研究风险投资公司将有利于建立我国高效的体制

建立规范的风险投资公司要求有规范的投资主体，需要将企业、居民个人、外资等微观出资者以股份出资方式纳入到风险投资体系中来，实行所有权和经营权分离的投资经营机制和风险制约机制，最终通过有效的产权交易市场、证券市场等投资渠道实现投资回报。可见，探索风险投资公司的运作和管理对于未来我国投资体制的改革将起到重要的促进作用。

【BT3】3 为即将到来的新兴行业——风险投资业准备

风险投资业从本质上归属于第三产业，并将逐渐发展成为一个既不同于投资银行、信托公司等非银行金融机构，又有别于投资咨询公司等顾问服务机构的、独立的新兴产业。它有自己的独特的产品(风险资本)，从资本市场上吸收资金(供应)，具备宽阔的发展市场(新兴中小企业及高新技术企业)，形成了自己独有的供应——生产——销售体系。这已为欧美等发达国家的实践所证明，相信我国的风险投资业也将有一个兴起、发展到完善的过程，早作准备，将使我们能够站在世纪的高点面临未来的竞争。

【LM】【DM(】二、美国风险投资公司的运作和管理【DM)】

【BT1】二、美国风险投资公司的运作和管理

【BT2】(一)美国风险投资公司概述

1994 年美国共有风险投资公司 4000 家，管理的风险资本总额达 1000 亿美元，1997 年在美国有超过 114 亿美元的风险投资投放到 1852 个风险企业中。从图 2 可见，风险投资企业数和投资总额从 1991 年以来一直在稳步攀升。

【TPA, +100mm, BP】【JZ】图 2 九十年代美国风险投资状况趋势图

【HT】资料来源：【ZK(】1991-1996 年数据摘自

“美国风险投资概况”，www.chinainfo.gov.cn/scitech；1997 年数据来自“1997, The Year in Review”，www.v1.com【ZK)】【HT4”SS】

根据美国普华技术产业集团附属的调研中心 1998 年第一季度风险投资业的统计报告，在 1998

年第一季度，共有 703 家美国风险企业接受了 36 亿美元的风险投资，与去年同期相比投资额

增加了 54%，这也是连续第四个季度风险投资额超过 30 亿美元。接受投资的风险企业数相对

去年同期则增加 23%，平均每家风险企业的融资额达到了 5 1 百万美元，而 1997 年第一季

度是 4 1 百万美元。

这种不断增长的势头主要来源于 Internet 的巨大影响及其所带动的新技术如潮水般的涌现和

因之而来的众多商业机会，新技术产生出的高额回报吸引了大量资金注入风险投资，

反过来，又刺激了更多富有创意的高新技术企业出现，这样一个良性循环使得美国的风险投资自九十年代以来尚未显示出任何减弱的迹象。从风险投资热点来看，有 60%以上集中在信息技术领域，见表 1。

【JZ】表 1 九十年代美国风险投资热点

【BG(1)】【BHDG2, WK8, K20ZQW】年【JZ】风险投资热点

【BHDG10】1990-1992 1992-1993 1993-1994 1994-1995 1995-1996 1996-1997

【JZ】教

育与娱乐, CD-ROM 客户机/服务器, 网络基础结构 网络基础和 Internet 接入 Internet 访问, 内容检索 Internet 主页管理维护 Internet/extranet 管理工具, 电子商业【BG(F)】

【HT】资料来源: VentureOne Corp., www.v1.com 【HT4” SS】

【BT2】(二)美国风险投资基金的组织形式

【BT3】1 典型形式——有限合伙制

在美国，私人风险投资公司无论是管理的风险资本总额还是每年的投资额，在整个风险投资业中都占有举足轻重的地位。这些私人风险投资公司，往往管理着一只或多只风险投资基金，这些风险投资基金的特殊组织形式——有限合伙制，正是私人风险投资公司声誉卓著的重要原因之一。

美国早期的大多数风险投资基金和共同基金一样，也是股份有限公司的形式，但从六十年代开始，就有一些风险投资基金按照合伙企业的形式创建了，经过七十年代的发展，特别是 19

86 年资本所得税改革以后，有限合伙制已成为新设立的风险投资基金的标准形式。

有限合伙制由普通合伙人和有限合伙人构成。普通合伙人(General Partner)作为基金的发起人和组织者，担负着基金筹集、管理的工作，并以其个人的全部财产对企业承担无限责任，一般只出资 1%，每年除提取所管理基金总额的 2%—3%的管理费作为基金运作的日常开支以外，还可以享受基金每年收益分配的 15%—25%；有限合伙人(Limited Partner)作为基金的委托者，不参与基金的管理和投资决策，仅以其出资额为限对企业承担有限责任，一般出资 99%，每年可以获取基金收益分配的 75%—85%。风险投资基金的普通合伙人往往是一些富有投资管理才能和创业经历的风险投资专家，大一些的基金还会雇用产业分析人员和兼职顾问；有限合伙人则主要是年金基金、捐赠基金、金融机构、大公司、州政府、富有个人等。

【BT3】2 有限合伙制的有利和不利方面

(1)有限合伙制的有利方面

①有限合伙制的风险分担机制

对于年金基金、捐赠基金等机构投资者，由于联邦政府和州政府的法规限制和新兴企业风险过高，他们的投资策略相当保守，主要投资于债券和高红利股票。但自六十年代末期，特别是 1976 年以后，由于风险投资带来的丰厚回报，促使政府放松了这方面的管制，如允许

将 2%—5%的养老基金投资于风险企业，于是这些机构投资者成了风险投资的主要来源。采取

有限合伙制的形式，可以减轻这些机构投资者的风险顾虑，使他们仅以出资额承担有限的责任。

②有限合伙制的激励机制

对于普通合伙人而言，由于他们承担着无限责任，也就意味着企业的破产会导致个人破产，风险之大可想而知，但一

旦他们经营成功，就可以得到比有限合伙人多得多的回报，这又促使其尽全力管好基金，尽量控制风险，以获取尽可能多的收益。

③有限合伙制的避税效应

如若成立公司制企业，风险投资基金有双重纳税的缺陷，即既要对公司盈利征收公司所得税，又对出资者征收个人所得税，而采取合伙制，普通合伙人和有限合伙人只需缴纳个人所得税。另外，年金基金、捐赠基金等机构投资者是免税实体，采取合伙制保证了其免税地位。

④有限合伙制较长的合作期限

目前大多数风险投资基金的合作期限较长，一般为 7—10 年，这有两个方面的好处。第一，使得普通合伙人能以一种长期投资的战略思路投资风险企业，获取成功的可能性大，若以公司制运作，投资者希望能较快看到收益，必将通过董事会对经理层的长期投资策略进行干涉；第二，对于年金基金、捐赠基金此类机构投资者，更希望长期投资，以回避快进快出的投资风险，同时若以公司制运作，每年的派息分红税赋较重，不如长期投资获取资本利得而产生的节税效应。

(2)有限合伙制的不利方面

有限合伙制对普通合伙人的品行有一定要求，当公司资不抵债

时，如果某些普通合伙人逃之夭夭，就会使其余普通合伙人偿债压力大大增加，投资失败时引发普通合伙人之间相互推诿、扯皮乃至诉讼，这时有有限合伙人损失最大。另外，

合伙形式必须通过合伙协议以法律形

式固定下来，其中必然涉及到利益分配问题，由于在普通合伙人与有限合伙人之间并不是按出资额确定分配比例，讨价的余地相当大，就会影响双方的合作。

【BT2】(三)美国风险投资公司风险资本的筹集

对于风险投资公司，筹资决策是其有效运作的出发点。风险资本的筹集是关系到

公司投资管理的大事，这是因为风险投资公司首先要有足够的风险资本可供管

理才能达到通过分散投资化解高风险的目的，同时风险投资公司所管理的资本总额往

往是公司实力的象征，反映出其在风险投资领域的历史、经验和投资声誉，特别

是和其他风险投资公司共同投资时，如要扮演第一投资人的角色，更需要有足够的资金实力

。所以每一个风险投资公司都会非常重视公司的资金筹集，本文主要从风险资本常见的筹资工具、筹资渠道和筹资方式三方面作进一步的阐述。

【BT3】1 风险资本的筹资工具

在美国，私人风险投资公司筹集风险资本主要是通过发起设立风险投资基金来解决。风险投资公司作为普通合伙人，首先要确定基金的目标规模，然后将基金招募说明书送给那些潜在

的投资者——有限合伙人，一旦筹资达到目标规模，基金即封闭，不再向新的投资者募集。整个过程大概花个把星期到几个月不等。基金封闭几年之后为满足更多的投资者和原有投资者继续投资的要求，风险投资公司也可能会发起设立另一只风险投资基金，因此，一家运营相当成功的风险投资公司，在十到十五年之内，往往管理着六到七只基金。这些基金的有限合伙人各不相同，普通合伙人也有差别，其投资战略可以相似，也可以完全不同。

【BT3】2. 风险资本的筹资渠道

(1) 养老基金(Pension fund) ■ 养老基金已成为许多美国人最重要的投资方式

之一。在美国，养老基金往往由公司或者政府机构发起，向公司雇员或只向雇主募集，然后委托公司本身或专业的金融机构进行管理，公司雇员有权利在退休后享受一笔稳定的退休收入。由于政府政策松动，风险投资在七十年代高达 50% 的回报以及有限合伙形式日渐普遍，为养老基金顺利进入风险投资领域铺平了道路。1988 年养老基金已占当年新增风险资本的 49%，而 1978 年这个数据仅为 15%。

(2) 捐赠基金和各种基金会(Endowments and foundations) ■ 捐赠基金主要是各类学校、教堂

、医院和某些组织接受来源于公众、企业、社会团体等的募捐和赠送而形成的机构投资者，如哈佛大学基金、耶鲁大学基金等；基金会一般由富有个人、家庭和大公司成立的一种旨在资助各类社会活动的非政府、非盈利性组织，如洛克菲勒基金会。这类基金也是免税实体，在 1988 年占有当年新增风险资本的 12%。

(3) 海外投资者 ■ 随着风险投资国际化趋势日益明显，象美国这样一个充满创业成功奇迹的国家，越来越多地吸引着来自于日本、欧洲和远东的投资者，如英国壳牌石油、日本各大生命保险公司等。他们源源不断投资美国的结果是目前海外投资者已成为每年新增风险资本的第二大来源。

(4) 银行(Bank) ■ 银行除其附属机构从事风险投资外，还积极投资于其它有实力、有成功投资案例的私人风险投资公司，如芝加哥第一国民银行、大通曼哈顿银行等。

(5) 保险公司(Insurance companies) ■ 保险公司通过将保险收入投资于股票、债券、实业和其他金融工具外，风险投资也是其投资组合之一。

(6) 大公司(Corporation) ■ 大公司有的成立专门机构投资于一些技术互补、战略协调的风险

企业，有的则将资金委托普通合伙人管理，待风险资本退出时有优先购并该风险企业的权利，象贝尔大西洋电讯、3M 公司等。

(7) 富有个人和家庭(Individuals and families) ■ 在风险投资发展的早期，富裕的家庭和个人是风险资本的主要来源，随着年金基金等机构投资者的进入，目前这类来源已处于次要地位，而且主要投资于风险企业的早期阶段，如投资于种子阶段(Seed Stage)的精灵投资者(Angel Investor)。

【BT3】3. 风险资本的筹资方式

风险投资公司的集资有两种形式，一种是基金制，即大家将资金集中到一起，形成一个有限合伙制的基金。另一种是承诺制，即风险资本家承诺将提供一定数量的资金，但起初只提供必要的公司运营经费，待有了合适的项目，再按风险投资家的要求提供必要的资金，并直接将资金汇到指定银行，风险投资家并不一定直接管理资金。这种方法对双方都十分有益，首先，对风险资本家来讲，可以降低投资风险；对风险投资家来讲减轻了平时确保基金保值增值的压力。所以承诺制筹资方式已被越来越多的风险投资公司所

采用，特别是在美国太平洋沿岸地区。

风险投资公司筹集风险资本的能力往往受多方面因素影响，如宏观政策、产业演变及技术水平、资本市场状况等外部因素，也会受到公司本身的知名度、业绩表现及投资战略等内部因素的影响。不过九十年代的趋势是：风险投资公司的资金筹集随着美国宏观经济增长、股市繁荣及高新科技层出不穷等变化而显得越来越轻松，还出现了诸如对冲

基金(hedge fund)等新的机构投资者。八十年代平均每一只风险投资基金总额为 5000 万美元，而 97 年新成立的基金平均规模为 7800 万美元，更有两只基金规模

超过了 10 亿美元。所以在整个风险投资业欣欣向荣的背景下，投资管理水平就显得越来越重要了。

模

超过了 10 亿美元。所以在整个风险投资业欣欣向荣的背景下，投资管理水平就显得越来越重要了。

模

超过了 10 亿美元。所以在整个风险投资业欣欣向荣的背景下，投资管理水平就显得越来越重要了。

【BT2】(四)美国风险投资公司的投资战略

【BT3】1 确定公司的投资原则

每个风险投资公司都有专门的投资产业、投资重点阶段、投资地区选择和投资规模确定的问题，这就构成了风险投资公司的投资战略。在制订投资战略的时候，首先要了解风险投资的投资原则。

(1)组合原则■风险投资公司在进行投资时往往将资金投向不同地区、不同产业、不同阶段的多个风险企业。这样，如果一项投资失败还可以从其它投资收益中得到补偿，以达到分散风险的目的。

(2)联合原则■风险投资公司往往联合其他风险投资公司共同投资，组成风险投资辛迪加(Syndicate)，其中资金实力雄厚、投资经验丰富以及了解该产业技术背景的风险投资公司作为第一投资人(lead investor)，其它的则参股进行合作投资。通过联合投资，可以有效地分散投资风险，特别是那些发展前景不确定性较大、专业技术知识复杂、投资规模较大的风险企业，还可以共享信息，尤其是对某投资产业不甚了解的时候。在美国，四分之三以上的高新技术风险投资是通过投资辛迪加进行的。

(3)限额原则■为化解风险，风险投资公司也会对投资数量做一定限制。比如在联合投资中，无论是第一投资人还是一般参与的风险投资公司，通常对每个风险的投资不超过其所需资金的 50%，在组合投资中，对一家风险企业的投资一般不超过风险投资公司资本总额的 35%。

(4)集中原则■由于美国风险投资业平均投资回报率要高于一般行业投资回报率，因此这个行业的竞争也随着进入者的增多而日益激烈。于是，越来越多的风险投资公司采取更加细分化、专门化的投资策略，有的重点投资于软件及服务行业，有的则只对与 Internet 相关的技术

发生兴趣。另外，重点投资于创建阶段(Start-up)或者杠杆式购买阶段(Leveraged Buyout)的风险投资公司也有不少。当然，集中并不意味着不需要通过组合、联合的方式分散风险，这是在竞争激烈的市场环境下获取竞争优势的有效途径。

【BT3】2 选择公司的投资产业

美国的风险投资公司投资的产业范围涉及计算机硬件及附件、软件及信息服务、通讯和网络、半导体、电子仪器、医疗器械、健康护理、生物技术、环保技术、制药、一般工业品和消费品、流通领域和其他商业服务。其中信息技术产业和医疗保健产业成为风险投资的主要流

向。根据美国普华所做的 1998 年第一季度风险投资调查报告看，在接受 36 亿美元风险资本的 703 家风险企业中，仅以上两类就占了投资总额的 65%和风险企业总数的 68%，更令人吃惊的是软件及信息服务业首次突破单个季度吸引风险资本超 10 亿美元的纪录，成为美国风险投资最集中的一个产业。而通讯和网络业由于 Internet 技术的高速发展，相对去年同季吸引资金劲增 56%，这两个产业之和就超过了全部风险投资的一半。

风险投资公司在决定其产业投向时往往取决于风险投资家的工作经历、学历背景和关系网络，这主要是因为风险投资的技术性较强，不纯粹是管理方面的评估，风险投资家若不理解该产业技术水平及发展趋势，要想获得超额回报是很困难的。

【BT3】3 选择公司的投资阶段

风险投资公司基于投资的组合原则，会针对风险企业所处不同发展阶段的特点，分散投资于不同的阶段。这里首先研究一个典型的风险企业创业过程所经历的各个阶段及其特点、目标等(见表 2)。

对于风险企业，风险投资家往往把种子阶段和创建阶段称之为早期阶段(Early Stage)，把成长阶段和销售阶段合称为扩展阶段(Expansion Stage)。另外，风险投资公司还有可能介入风

险企业的其它几种融资阶段中，特别是购并(Acquisition)和杠杆购买(Leveraged Buyout，简称 LBO)。当为购并进行风险投资时，主要是风险企业旨在通过购并其它企业以寻求进一步

壮大。杠杆购买则主要是风险企业的合伙人或者管理层通过贷款、垃圾债券和风险资本等融资形式购买本企业或其中某条产品线的一种形式。

根据美国风险投资协会(NVCA)的统计表明，1996 年风险投资公司主要集中在新创企业的成长

阶段和销售阶段，约有 80%的风险投资额集中在这两个阶段，仅有 6%左右投在创建阶段，另有 14%左右投资于成熟阶段，至于投资于老企业和其它阶段的总计仅占 3%。有关情况见表 3

对投资阶段的选择主要取决于风险投资家偏好风险和承担风险的能力(见表 2)。一般来讲，风险投资公司往往会集中在其中的某一、两个阶段进行重点投资，其它阶段仅是出于分散风险的辅助投资阶段。

【LM】【JZ】表 2 风险企业各阶段比较 【HT4”，6”】【HJ】

【BG(!)】【BHDFG3，WK3，K10.4ZQ，K12ZQW】【】种子阶段(Seed Stage)【】创建阶段(Startup Stage)【】成长阶段(Development Stage)【】销售阶段(Shipping Stage)【】成熟阶段(Bridge Stage)

【BHDG12】特点【】【SQ*2】·【ZK(#)】只有构思、概念 ·只有创业者或技术专家，没有管理人员 ·

产品原型未开发测试 ·没有企业计划 ·只做过市场调研【ZK)】【】【SQ*2】·【ZK(#)】完成企业计划 ·产品原

型在测试中 ·产品准备上市 ·管理队伍组成 ·第二代产品开始构思 ·尚未有销售【ZK)】【】【SQ*2】·【ZK(#)】开始有销售 ·管理队伍健全 ·产品在生产中 ·验证企业计划并调整 ·实施营销

推广 ·需要资金支持生产和销售【ZK)】【】【SQ*2】·【ZK(#)】销售增加 ·接近盈

亏平衡点 ▪ 管理队伍成熟
 ▪ 产品工艺技术完善 ▪ 营销体系健全 ▪ 第二代产品研究完成 [ZK)] [] [SQ*2] ▪
 [ZK(#)] 生产和销售规模扩大
 ▪ 达到盈亏平衡点, 产生利润 ▪ 企业和产品已形成良好形象 ▪ 产品市场占有率较大
 ▪ 准备上市发行或并购 ▪ 第二代产品上市 [ZK)]
 [BHDG13] 目 标 [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 制造出产品原型 ▪ 完成企业计划 ▪ 创建
 公司, 组织管理队伍
 ▪ 完成市场评估 [ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 完成原型测试, 准备试生产 ▪ 完成生
 产准备工作 ▪ 管理制度建立
 ▪ 进一步熟悉市场, 制定营销战略 [ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 达到市场渗透目标
 ▪ 接近盈亏平衡点 ▪ 增加
 产能、降低成本 ▪ 强化内部管理 [ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 达到销售增长目标和
 市场份额目标 ▪ 提高生产效
 率 ▪ 引入第二管理队伍 ▪ 从地区市场向全国市场扩张 ▪ 积极准备第二代产品上市 [Z
 ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 增加市场占有率 ▪ 公司规模大幅扩张 ▪ 向国际市场进
 军 ▪ 实施购并和多元化策略 [ZK)]
 [BHDG9] 风险 投资 [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 风险投资极少介入这一阶段 ▪ 主要是
 富有个人充当精灵投
 资者(Angel investor)进行风险投资 [ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 风险投资家已产生
 兴趣。此阶段介入风险较大,
 但可能获利水平也较大, 所需投资额不高 [ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 风险投资家对
 这一阶段最感兴趣, 是因为看
 好公司发展前景, 并且已有机会了解企业 [ZK)] [] [SQ*2/3] ▪ [ZK(#)] 第二轮风险投
 资介入(Mezzanine financing
), 由于风险降低, 又面临上市, 流动性较强, 得到风险投资家的偏爱 [ZK)] [] [SQ*2/3
] ▪ [ZK(#)] 风险投资家考虑撤出, 准备不同的退出方案 [ZK)]
 [BHDG6] [HJO] 要求 的目 标投 资收 益率 [] [JZ] 50%以上 [] [JZ] 40%~60%
 [] [JZ] 25%~50% [] [JZ] 25%~50% [] [JZ] 20%~40% [HJ] [BG]F [HT] [HJ*2
 /3]
 ■■■资料来源: 刘常勇等, “创业投资评估决策程序”, 《中外科技政策与管理》, 1996
 年第 12 期, 第 64-74 页 [HT4” SS]

[LM] [JZ] 表 3■■美国 1992-1996 年不同阶段的风险投资活动 [HT4”, 6”]
 [BG(!)] [BHDFG4, WK5, K50W] [SQ1] ■■年份 阶段 [] [ZB(] [BHDG2, K10。5W] 199
 2
 [] 1993 [] 1994 [] 1995 [] 1996 [BH, K3*3。 15W] A [] B [] C [] A [] B [] C [] A
 [] B [] C [] A [] B [] C [] A [] B [] C [ZB)]
 [BHDG2, WK5, K3*3。 15W] 创建 [] 86 [] 211.0 [] 5.2 [] 96 [] 221.2 [] 4.5 [] 102
 [] 177.5 [] 3.4 [] 94 [] 298.0 [] 3.7 [] 185 [] 586.3 [] 5.9
 [BH] 成长 [] 316 [] 1286.7 [] 31.7 [] 292 [] 1385.5 [] 28.4 [] 342 [] 1481.7 []
 [] 28.0 [] 407 [] 2138.1 [] 26.8 [] 500 [] 2904.5 [] 29.0
 [BH] 销售 [] 417 [] 1898.5 [] 46.8 [] 426 [] 2260.8 [] 46.4 [] 471 [] 2721.4 []
 [] 51.5 [] 535 [] 4434.3 [] 55.7 [] 668 [] 4865.4 [] 48.5
 [BH] 成熟 [] 108 [] 574.1 [] 14.1 [] 147 [] 928.8 [] 19.1 [] 108 [] 816.2 [] 15

.4 108 957.9 12.0 113 1364.4 13.6
 【BH】老企业 29 83.6 2.1 24 75.1 1.5 13 89.6 1.7 1
 1 42.4 0.05 14 121.2 1.2
 【BH】其它 1 4.3 0.1 1 0.4 0 0 0.0 0.0 12 94.2
 1.2 22 181.6 1.8
 【BH】总计 852 4058.1 100.0 986 4871.9 100.0 1036 5286.4
 100.0 1167 7964.9 100.0 1502 【HT4”，7】 10023.4 【HT4”，6”
 100.0 【BG)F】

【HT】A: 成交量 B: 成交金额(\$M) C: 占总投资额(%)

资料来源: “美国风险投资概况”, www.chinanfo.gov.cn/scitech 【HT4” SS】

【BT3】4 确定公司的投资规模

这里所说的投资规模是指风险投资公司投资于一家风险企业的资本额。投资规模主要受公司自身资金实力、投资组合策略和投资阶段策略的影响。公司所管理的风险基金规模越大, 投资规模也越大; 公司若执行较大的投资组合, 则投资规模相应下降, 且投资后要辅助管理较多企业; 公司若采取较小的投资组合, 尽管每家风险企业投资规模可以提高, 但相应地分散风险的意图就未必可以达到。最后, 投资于不同阶段的投资规模相差甚大, 如在早期阶段介入, 此时风险企业大概需要 \$25,000~\$500,000, 而在扩展阶段投资, 风险企业筹资规模

约在 \$500,000~\$5,000,000 之间, 至于购并和杠杆购买融资规模则更大。因此风险投资公

司应根据多方面因素综合考虑投资规模, 通过风险投资辛迪加来平衡投资规模是一种常见的策略。

总之, 风险投资公司在开展风险投资业务之前, 必须确定自己的投资战略, 即在基本的投资原则指导下, 根据公司自身的资金管理实力和资金规模, 确定风险投资的企业所处的产业和发展阶段以及风险投资的规模等等。

【BT2】(五)美国风险投资公司的投资运作程序

风险投资公司的日常工作主要集中在每一项投资活动中。一般而言, 风险投资公司的投资运作程序可以划分为选

择、评估、协议、辅导、退出五大阶段。

【BT3】1 选择阶段

在这一阶段, 风险投资公司从各种途径取得投资方案, 并对投资方案进行筛选。

(1)取得投资方案。风险投资公司平均每周处理 20 多份计划书, 一年可处理约 1000 份。

计划书主要有三种来源: 第一种是通过有限合伙人、其他风险投资公司、业

务伙伴(如律师、会计师、投资银行、顾问公司)、朋友等的介绍, 这是最主要的形式

; 第二种是风险企业向风险投资公司直接申请, 或者是

通过各种组织、中介机构间接申请, 特别是当风险企业寻求早期阶段投资时常用这种形式;

第三种就是风险投资家主动寻找, 比如在对某一风险企业感兴趣时, 相比较而言, 通过这种方式寻找的投资方案质量较高。风险投资公司在风险投资行业关系网络愈广泛, 获取投资方案的途径就愈丰富, 获得较优投资方案的机会就愈多。

(2)筛选投资方案。接到计划书之后就进入方案的筛选阶段, 以快速

过滤不适合的投资方案。在这一阶段, 风险投资公司会依据其投资战略, 建立自己适用的筛选准则, 常见的筛选准则包括:

①企业的产业性质; ②企业的投资阶段; ③企业的地理区域; ④企业要求的投资规模; ⑤企

业的财务状况及预期报酬。

应该说在这一阶段风险投资公司主要是通过计划书的摘要部分来大致了解投资方案的意向，并未进行详细的分析评估。

【BT3】 2 评估阶段

投资方案通过初步筛选后，即进入投资评估阶段。美国的风险投资公司均有完备的投资评估体系，这个评估体系既有逻辑性又有层次感，已被众多成功的风险投资案所证实。一个完整的投资评估体系包括书面评估和深入评估两大部分。

(1) 书面评估

书面评估就是根据风险企业提交的计划书，分门别类地对计划书本身、管理队伍、市场、产品和技术、财务、退出六大方面进行细致地审查。连同上阶段的筛选，大约只有 2%~3% 的计划书可通过书面评估。书面评估的准则见表 4。

【JZ】表 4 书面评估准则 【HT4”，6】

【BG(!)】【BHDFG2，WK2，K8.6ZQW】类别 【】【JZ】计划书 【】【JZ】管理队伍 【】【JZ】市场 【】【JZ】产品和技术 【】【JZ】财务 【】【JZ】退出

【BHDG15】细类 【】【HJO】【SQ】·【ZK(##)】计划书结构 ·计划书内容 ·计划书可靠性 【】【SQ】·企

业家或主要经营者的经历与背景 ·创业家或主要经营者的性格特质 ·经营团体的专长能力与管理能力 ·经营团体的经营理念 ·经营团体对经营计划的掌握程度 【ZK)】【HT】

【HJ*2/3】【HT4”，6】【】【S

Q】·市场规模 ·市场潜量 ·市场竞争优势 ·营销策略规划 【】【SQ】·【ZK(##)】技术来源 ·技术人才与研发能力 ·专利与知识产权问题 ·产品附加价值或独特性 ·生产制造计划

的可行性 【ZK)】【】【SQ】·【ZK(##)】财务状况 ·股东结构 ·财务计划的合理程度

·资金需求的合理性 ·预期投资报酬率 【ZK)】【】【SQ】·退出方式 ·退出年限 ·

退出收益与风险 【BG)F】 【HT】资料来源：刘常勇等，“创业投资评估决策程序”，《中外科技政策与管理》，1996 年第 12 期，第 64-74 页 【HT4”SS】

(2) 深入评估

通过了书面评估之后，需要进行深入评估，以

确定投资决策无误。在深入评估阶段，风险投资公司需要投入较多的人力、物力和时间，对投资方案进行多方面的查证。主要的评估工作有两方面：一方面是针对计划书内容继续分析评估；另一方面是对风险企业的内外部经营环境进行信息收集、访谈与查证，这时除充分利用风险投资公司自身的关系网络外(如有限合伙人、其他风险投资公司、律师、会计师、技术专家等等)，还会走访风险企业的内部员工、供应商、渠道、消费者、投资者、竞争对手和创业者过去的同事或朋友。这一阶段评估的目的是为确定投资方案未来的经营计划和财务预测实现的可能性，以及未来可能面临的经营风险，并且研究是否可能通过参与管理来克服这些经营风险。同时风险投资公司也会探讨投资方案的价值，作为在协议阶段时定价的参考。通过深入评估，大约只有全部投资方案的 1%可进入下一阶段。

(3) 不同投资阶段的评估

由于所投资的风险企业所处的发展阶段不同，其特点均有差异，故风险投资公司的评估侧重点也不相同，我们可以通过表 5 进一步说明。

【JZ】

表 5 不同投资阶段的评估对比 【HT4”，5】

【BG(!)】【BHDFG2, FK3, K13. 2ZQ, K9ZQF】阶段【】【JZ】早期阶段【】【JZ】扩展阶段【】【JZ】成熟阶段

【BHDG12】评估 重点【】【SQ*2/3】·【ZK(#)] 偏重创业者的经历、背景、人格特质，管理队伍的专长与管

理能力，技术能力，市场潜力等方面 ▪ 财务计划偏重合理性的判断【ZK)】【】【SQ*2/3】·【ZK(#)] 公司过去和现有的财务状况，经营机构的经营理

念与管理能力，市场竞争状况，市场增长潜力，产品开发的能力与优势，退出方式、年限，尤其是能否上市【ZK)】【】【SQ*2/3】·【ZK(#)] 财务状况，市场竞争优势，退出方式、时间【ZK)】

【BHDG6】评估 特点【】【SQ*2/3】·【ZK(#)] 较为困难 ▪ 基于经验的评估较重【ZK)】

【】【SQ*2/3】·【ZK(#)] 评估较为理性【ZK)】【】【SQ*2/3】·【ZK(#)] 评估较为简单

【ZK)】【BG)F)】【HT】

资料来源：刘常勇等，“创业投资评估决策程序”，《中外科技政策与管理》，1996 年第 12 期，第 64-74 页 【HT4” SS】

综上所述，我们可以将风险投资公司的投资评估体系用图 3 表示出来。这里有两点需要着重强调。第一，风险投资的评估活动是理性和灵感的结合，其理性分析与一般的商业分析(如投资项目评估)大同小异，如市场分析、成本核算的方法以及计划书的内容等，所不同的是灵感在风险投资评估中占有相当的比重，如对管理队伍的评估和对技术的把握，这恰恰是风险投资评估的精髓所在；第二，评估准则的各个方面对风险投资公司评估决策的重要性各不相同。根据 Profit Dynamics 咨询公司 1998 年 5 月所作的风险投资公司调查得出，排在前五

位的评估准则分别是：管理队伍的质量、投资回报率、市场容量、产品差异性和公司的增长潜力。风险投资家可以把较重要的评估因素告诉创业者，以利于他们提高申请成功的可能性。

【CR9291, BP#】

【BT3】3 协议阶段

投资协议在风险投资中扮演着重要的角色，这是因为风险投资具有高度的风险，大多数风险企业均以一般投资回报率告终，这其间由于未可预料的众多原因，风险投资公司若要保护自己的投资利益，往往会在投资之前以法律文件的形式明确双方的权利和义务，以便一旦有利益冲突发生，便有法律依据来解决彼此间的摩擦，故每一家风险投资公司都相当重视风险投资的协议阶段。这里重点介绍风险投资协议的一般内容及风险投资家最为关心的股权比例确定问题。

(1) 风险投资协议的一般内容

一份完整的风险投资协议由投资条件、保证项目、限制条款、上市登记权和其他五个部分构成。

① 投资条件 投资条件指满足风险投资公司投资要求的各类前提条件，包括投资规模、投资阶段、投资方式和渐进式的投资目标。以下介绍投资方式和渐进式投资目标。

第一，投资方式的选择

风险投资公司常用的投资方式可分为股权投资和债权投资。普通股、可转换优先股属于股权投资，贷款属于债权投资，而可转换公司债、附认股权的公司债则兼有股权投资和债权投资

的双重性质。对于大多数风险投资公司而言，可转换优先股是投资方式的首选，而可转换公司债和附认股权的公司债主要为小企业投资公司(SBIC)所使用，至于普通股和贷款投资，应用面相对很窄。

▪ 可转换优先股■这种股权投资兼有普通股和优先股的好处，为大多数风险投资公司

所偏爱。在风险企业尚未公开上市前，风险投资公司可以稳定地享受到在协议中约定的优先股利，实际上他们并不看重这一点，最重要的是公开上市后将优先股自动转为普通股所带来的高额的资本利得，或者在双方约定的持有年限后转为普通股所分享的风险企业的经营收益。另外，他们还会要求在一定时期之后有权回售给风险企业，以便在企业增长缓慢之际收回资金。

▪ 可转换公司债(以下简称“可转债”)■这是一种较为灵活的兼有债权和股权性质的投资方式，除可以保证在风险企业公开上市前有稳定的利息收益外，也可以在上市前或上市之后将可转债按规定的价格转换为风险企业的普通股。另外，一旦风险企业破产清算，可转债持有者较股东有优先清偿权。

▪ 附认股权的公司债■同上，这也是一种兼有债权和股权双重性质的金融工具。对于风险企业而言，可以增加所发行债券的吸引力；对风险投资公司来说，上市之前享有稳定的利息收益，避免了风险企业较高的风险，若风险企业能够上市，则在收回债券本金和利息之后，行使认股权，即按照一定的认股权价格购买一定数量的风险企业普通股，从而也有可能获取高额的投资收益。

第二，渐进式投资目标

风险投资公司与风险企业在投资协议中预定一定时期内的财务或经营目标。风险投资公司对这些目标进行跟踪评估，以决定企业是否达到目标，目标是否需要调整，风险投资公司是继续协助还是准备抽资。这种渐进式的投资目标，能让风险投资公司对风险企业成长中每一阶段的发展严格控制，以避免风险企业经营突然失败而风险过大。

②保证项目

风险投资协议中的保证项目是指签约双方互相向对方承诺的一些条款，它包括风险企业基本情况、卖出和买入选择权、后续投资承诺、咨询承诺。

第一，风险企业基本情况■主要包括风险企业营业执照、商标专利权、法律诉讼、公司资本与资产、高层管理人员情况、董监事会清单、财务报表等。其目的是将来双方出现法律纠纷时有依据可查。

第二，卖出和买入选择权■这是在保证项目下最重要的条款。对风险投资公司而言，卖出选择权(Put option)保留了一条投资退路。当风险企业没有达到预定的经营目标时，或虽然业绩不错却因这种种原因无法上市时，风险投资公司就可以行使卖出选择权，将股权转让给该风险企业或其它股东。而当风险投资公司想将股权转让给第三者时，风险企业家就可以行使买入选择权(Call option)，以同样条件、同样价格购买该股权，以避免所有权和经营权的变动。

第三，后续投资承诺■此条款用于保护风险企业的利益，它可以要求风险投资公司在未来一定时期内，若风险企业发展到某一特定阶段，则须做后续投资。该条款对风险投资公司有利也有弊，取决于风险企业后续融资时市场发展状况。

第四，咨询承诺■风险企业可以用此条款来规定风险投资公司定期提供经营方面的咨询。

③限制条款

投资协议中的限制条款包括对风险企业正面及负面的限制。正面的限制是指强制该企业履行

的行为，负面的限制则是禁止该企业去从事的特定行为。

第一，正面的限制 风险企业必须：

- A 提供经营、财务方面的信息；
- B 提供年度计划、财务预算报告；
- C 给予风险投资公司优先购股权，或者是与其他股东相同的优先权；
- D 告知重大决策；
- E 财务比率维持在行业水平以上；
- F 自己承担债务，不得转嫁；
- G 合法经营；
- H 维护财产正常运行；
- I 确保风险投资公司参加董监事会。

第二，负面的限制 包括：

- A 禁止未经许可的并购，以维护风险投资公司的利益；
- B 禁止高级管理人员向第三者转让股份；
- C 禁止改变核心经营业务；
- D 禁止未经许可的增资扩股行为；
- E 禁止从事与主业不相关的投资活动。

④上市登记权

由于风险企业上市是风险投资公司最大的心愿，也是获利主要来源，当企业公开上市时，上市登记权关系到风险投资公司能否顺利地实现其投资收益。主要的上市登记权条款包括：

第一，要求登记权(Demand Registration Right) 即风险投资公司有权随时要求风险企业为其持有的股票申请上市，不受其他股东决定的影响；

第二，附属登记权(Piggy-Backed Registration Right) 当风险企业首次公开发行或上市后增资扩

股时，风险投资公司有权将手中原有股票或增资扩股股票同时出售，但具体数量要由承销商视市场对风险企业股票需求而定。

第三，优先登记权 风险企业在上市前若接受多家投资，早期投资者为保有其优先出售股票的权利，会在协议中明确其售股优先权，或限制后续股东售股权不得优于自己。

⑤其他条款

比如风险企业经营失败或破产清算时，允许风险投资公司收回资金的条款，或者是用创业者个人资产做担保的条款等等。

(2)风险投资的股权比例

风险投资公司在—项风险投资中最关心是在风险企业中所持有的股权比例。总的来说，风险投资公司并不打算持股超过 50%，否则需要过多地干预风险企业的日常业务，但是他们也非常重视上市时将在风险企业中占有多少股份，因为这关系到他们的投资回报率。具体应确定—个多少的比例，每个风险投资公司会有—个基本的原则，下面我们就讨论—下他们最常用的定价方法。

①估计风险投资公司即将退出当年的风险企业的净利润。这可以通过风险企业家提交的计划书中的财务预测部分得到，我们用 NI 表示。

②决定退出时风险企业的市盈率倍数(P/E)。—般取同行业中具有相似经济规模的上市公司的市盈率倍数代替。

③计算退出时风险企业的价值(V)。

$$V=NI \times (P/E)$$

④求出风险投资公司所要求的目标投资收益率(IRR)，作为折现率。—般 IRR 由无风险利率

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库